



TITLE:

日本の株式市場と債券市場における投資戦略の実証研究ーアルファの探求ー(Abstract_要旨)

AUTHOR(S):

岩永, 安浩

CITATION:

岩永, 安浩. 日本の株式市場と債券市場における投資戦略の実証研究ーアルファの探求ー. 京都大学, 2017, 博士(経済学)

ISSUE DATE:

2017-09-25

URL:

<https://doi.org/10.14989/doctor.k20650>

RIGHT:

学位規則第9条第2項により要約公開

(続紙 1)

京都大学	博士（経済学）	氏名	岩永 安浩
論文題目	日本の株式市場と債券市場における投資戦略の実証研究-アルファの探求-		
(論文内容の要旨)			
<p>本論文は、日本の株式市場と債券市場を分析対象とした実証研究である。研究の目的は、証券投資における新たな収益源泉の検証、および先行研究で報告されている証券の収益源泉をより詳細に分析することである。本論文は、研究目的にそった5つの研究（第1章～第5章）から構成されている。以下、各章の研究内容を要約する。</p> <p>第1章は、近年データの利用可能性が高まったことで注目されている高頻度データを分析し、新たな収益源泉を探索した研究である。株価指数先物価格が示すジャンプ・ファクターを債券の超過リターンの分析に適用したことが、研究の特徴である。日経225先物の5分刻みの価格データからジャンプ・ファクターを算出し、既存の債券価格モデルに当該ジャンプ・ファクターを追加した新しいモデルを構築して、既存モデルと新モデルの比較分析を行った。実証分析の結果、ジャンプのばらつきを示すファクター（ジャンプリスクと解釈される）を追加した新しいモデルが、日本国債の超過リターンをよりよく説明することが確認された。</p> <p>第2章は、日本で独自に開発された特許価値指標のYK値が、株式リターンに与える影響を実証分析した研究である。この指標は、特許に対する第三者からの措置件数に基づくデータを利用して、特許の独占排他性と技術的競争力を評価したものである。企業の重要な経営資源である研究開発力を特許価値指標で定量化し、株式リターンとの関係を検証したことが、研究の特徴である。特許価値指標のみ、研究開発費のみ、特許価値指標と研究開発費の両者の組合せという3種に関して分析した結果、組合せが株式超過リターンに最も有意な影響を与えることが分かった。投資戦略の分析においても、組合せを用いる戦略が最良のパフォーマンスをあげることを確認した。</p> <p>第3章では、先行研究が指摘しているボラティリティ効果（トータル・ボラティリティの効果）について、より詳細な分析を行った。トータル・ボラティリティを固有ボラティリティとシステムティック・ボラティリティに分けて検証した結果、ボラティリティ効果は固有ボラティリティ効果に起因するものであることを確認した。また、時系列的な分析を行った結果、固有ボラティリティ効果は、長期のリバーサル効果と密接に関係している可能性が明らかになった。</p> <p>第4章では、日本の株式市場を対象として、PBR（株価純資産倍率）のクロスセクション分散と歪度の特性について、詳細な分析を行った。分析の結果、PBRのクロスセクション分散は、PBRを指標とする投資（バリュー投資）の収益機会を表す先行指標であり、バリュー投資が高いリターンをもたらすバリュー株効果を予測することを示すことができた。また、PBRのクロスセクション歪度は、投資家のリスク選好を表す指標であり、将来のバリュー株効果に加え、市場リターンを予測することを確認した。実証結果に依拠し、PBRの分散と歪度を適用したモデルを構築したところ、証券投資の実務に応用できる可能性のあることが分かった。</p> <p>第5章では、投資家のセンチメントを指標化し、株式リターンのボラティリティとの関係について実証分析を行った。その結果、投資家センチメントが改善する期間では、ボラティリティが高い投資対象が選好されることが明らかになった。また、投資家センチメントが悪化した後の期間では、ボラティリティ効果は確認されなかった。</p>			

(論文審査の結果の要旨)

本論文は、証券投資論や資産価格理論の研究分野に属するものであり、査読付き論文3本を含む4本の公開論文と未公開論文1本をまとめたものである。

第1章と第2章の研究では、証券投資における新たな収益源泉（ファクター）を発見したことが貢献である。第1章では、株価指数先物の価格情報に含まれるジャンプ要因が、債券価格の変動を追加的に説明する有意なファクターであることを発見している。第2章では、特許件数という既存研究が扱ってきた指標ではなく、独占排他性と技術的競争力という特許特性をより反映した特許価値指標に注目し、その指標が株式収益率に有意な影響を与えることを実証している。企業の重要経営資源である研究開発投資とその実践能力の指標（特許価値指標）の組合せが、株式投資における新たな収益源泉であるという研究結果は、直感的に理解しやすいものであり、学術的な貢献に加え、実践的インプリケーションも優れている。第3章から第5章では、先行研究で報告されている収益源泉に注目し、収益源泉の特性をより詳細に分析したことが研究の貢献である。第3章では、過去のボラティリティと将来リターンに関係があるというボラティリティ効果を分析し、日本の株式市場におけるボラティリティ効果は、トータル・ボラティリティではなく、企業固有のリスクに起因する固有ボラティリティの影響が大きいことを明らかにしている。第4章では、株式投資指標であるPBR（株価純資産倍率）について、一般的に使われている水準ではなく、クロスセクションの分散と歪度に注目したことが興味深い。PBRの分散がバリュート投資の機会を示すタイミング指標である可能性、PBRの歪度がマーケット全体の先行指標である可能性が示唆されている。第5章は、投資家のセンチメントをとりあげ、第3章の研究で明らかとなったボラティリティ効果の原因をさらに彫り下げて検証している。

このように、本論文は、証券投資論や資産価格論の実証研究の分野において、新たな知見を加えたと評価できる。しかしながら、本論文にも問題がないわけではない。第1章の研究では、債券価格と性質が異なる株価指数先物のジャンプ情報が、債券価格に追加的情報をもたらす理論的な根拠が十分に解明されているとはいえない。第4章の研究では、PBRの分散が高まる時期とPBRの水準が時系列的に低くなっている時期が重なるか否かなど、追加的な検証をすることも必要であろう。第5章の研究では、先行研究と異なる方法で投資家のセンチメントをとらえている。データの制約という問題もあるだろうが、先行研究で認められたセンチメント指標を用いることで、検証結果がより説得力を増すであろう。

ただし、これらの諸問題は、著者が今後の研究において取り組むべき課題であり、博士論文としての評価を低下させるものではない。平成29年8月3日、3名の審査委員（江上教授、若井教授、砂川）が本論文の内容について口頭試問を行った結果、本論文が合格であることを認めた。以上より、本論文を博士（経済学）学位論文として認定する。